



# Finančné účtovníctvo Ohodnocovanie spoločností

*Seminár I.*

*November – December 2019*

- ✓ 20+ rokov skúseností v slovenskom a zahraničnom investičnom bankovníctve
- ✓ CAIB, Erste Corporate Finance, Accuratio
- ✓ Praktické skúsenosti s ohodnocovaním podnikov a projektov (IRB, VSŽ, Istrobanka, Slovak Telekom...)
- ✓ Praktické skúsenosti s due diligence slovenských aj zahraničných spoločností
- ✓ Skúsenosti s riadením family office, asset allocation, riešením investičných rozhodnutí
- ✓ Transakčné poradenstvo, finančné analýzy, oceňovanie, business modelling ...



# Obsah

---

1. Praktické využitie oceňovania
2. Potrebné informácie k oceňovaniu
3. Možné zdroje informácií a údajov
4. Základné nástroje a metódy oceňovania spoločností – opakovanie
5. Praktické príklady
6. Domáca úloha

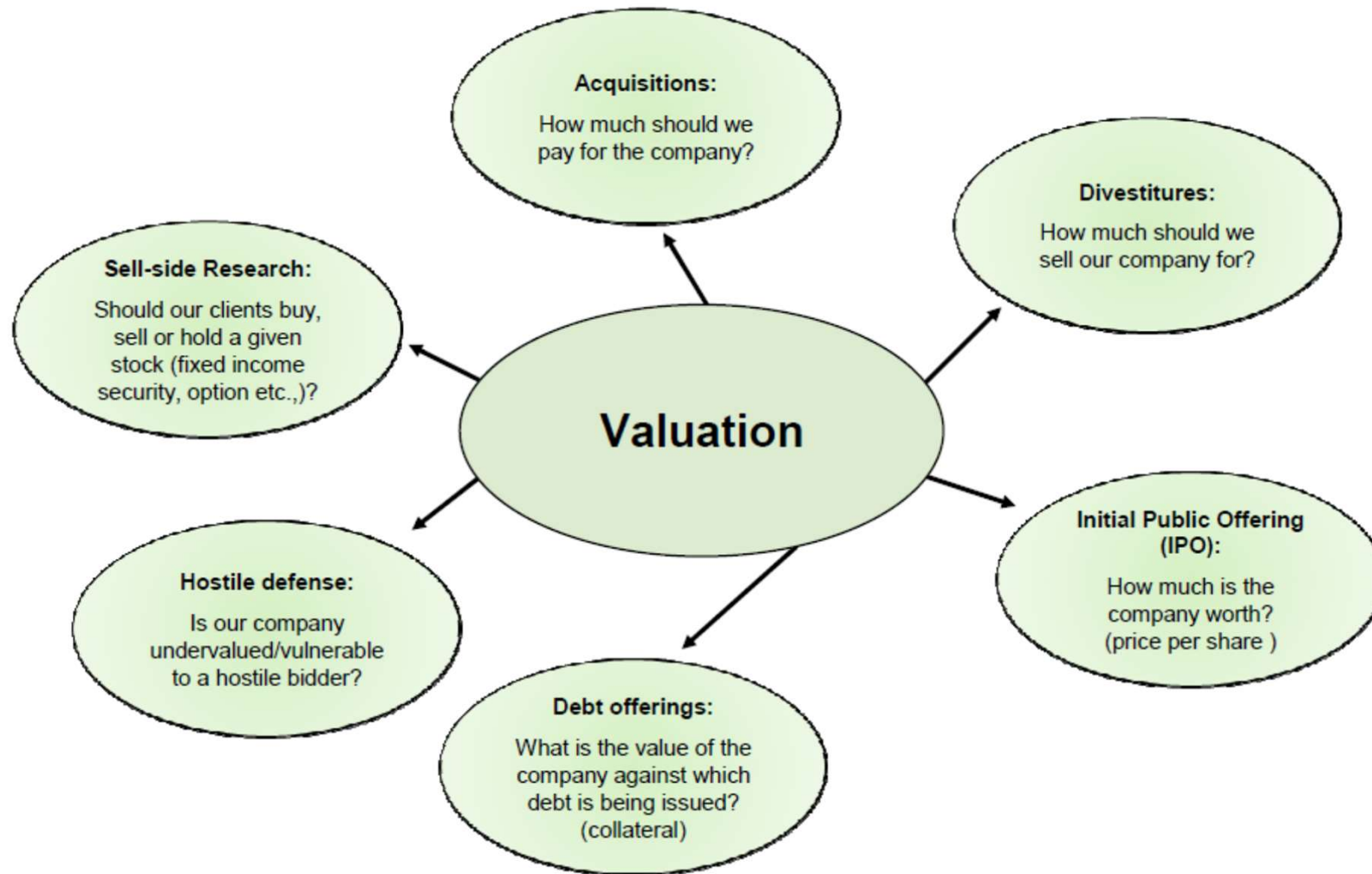
# Ohodnocovanie – účel – cieľ

---

Ciele oceňovania spoločnosti:

- Akú má hodnotu akcia tejto spoločnosti ? | ocenenie z pohľadu typického investora na burze – „fair market value“
- Akú má moja spoločnosť hodnotu ? | ocenenie z pohľadu vlastníka – „investment value“
- Akú má tá spoločnosť hodnotu ? | ocenenie z pohľadu kupujúceho / investora - „investment value“
- Akú má tá spoločnosť hodnotu ak jej poskytnem úver ? | ocenenie z pohľadu veriteľa (väčšinou na zabezpečenie úveru)
- Akú hodnotu má dcérska spoločnosť v mojej súvahe ? | ocenenie z pohľadu účtovníctva – určenie reálnej hodnoty

# Ohodnocovanie – prečo je dôležité



# Kategórie hodnoty podniku (učebnica)

## ✓ Objektizovaná hodnota

stanová profesionálnym odhadcom

použitie všeobecne uznávanej metódy

na základe všeobecne uznávaných očakávaní ohľadom budúcnosti

## Účel:

Zisťovanie bonity

Hodnota pre účtovníctvo

Poskytnutie úveru

IPO

## ✓ Subjektívna hodnota

individuálne možnosti a plány subjektu

zohľadnenie individuálnych očakávaní cieľového subjektu

Kúpa / predaj podniku

Rozhodnutia manažmentu

## ✓ Trhová hodnota

stanovená trhom – burzou

pozor = objektívna hodnota iba za predpokladu efektívnych trhov

IPO

Investičné rozhodnutia

Bonusy manažmentu 😊

# Hodnota vs Cena

---

## ✓ Hodnota vs. Cena

Warren Buffet: „**Price** is what you pay      **Value** is what you get“

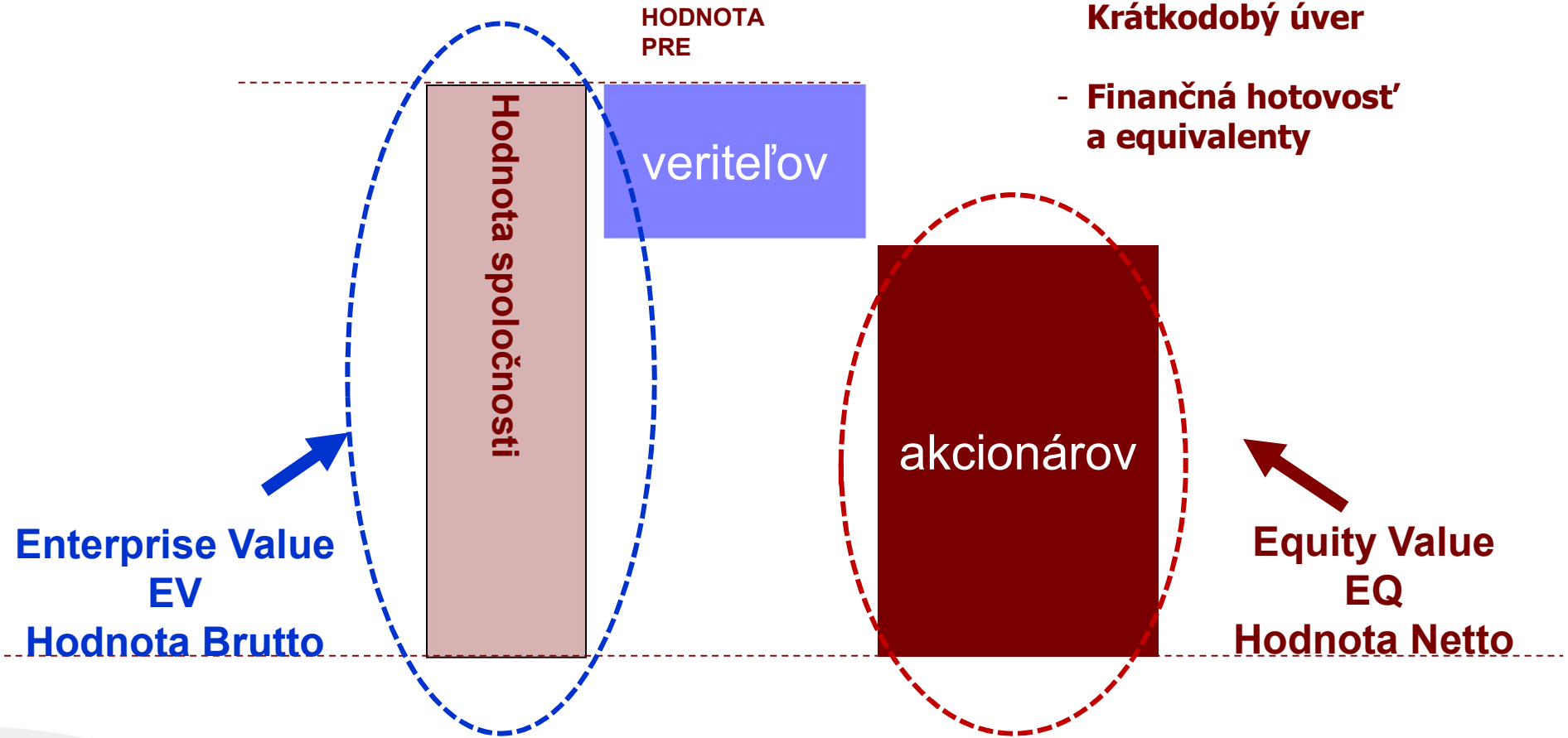
# Brutto vs Netto

Enterprise vs Equity Value:

Rozdiel → čistý dlh | net debt

= Dlhodobý úver  
Krátkodobý úver

- Finančná hotovosť  
a ekvivalenty





## Potrebné údaje a informácie

---

- ✓ V závislosti na použitej metóde
- ✓ **Finančné výkazy spoločnosti** (súvaha, výsledovka, cash flow, poznámky)
- ✓ **Výročná správa**
- ✓ Ďalšie informácie o prevádzke spoločnosti / due diligence
- ✓ Informácie o trhu, úrokových mierach, podobných spoločnostiach ...

Príklad: due diligence list

## Zdroje

---

- ✓ Oceňovaná spoločnosť + výsledky due diligence / IBR (independent business review)
- ✓ Verejné registre / údaje: finstat.sk, registeruz.sk, web spoločností, justice.cz (české spoločnosti)
- ✓ Finančné weby: reuters, bloomberg, finance.google.com, finance.yahoo.com, marketwatch.com
- ✓ Jednotlivé burzy a regulačné orgány: bsse.sk, nasdaq.com, nyse.com, sec.org....
- ✓ Univerzity / iné užitočné zdroje: damodaran.com, spoločnosti Big4, investičné banky

# Metódy ohodnotenia

---

**Majetkové metódy** → vychádza z **majetku podniku**

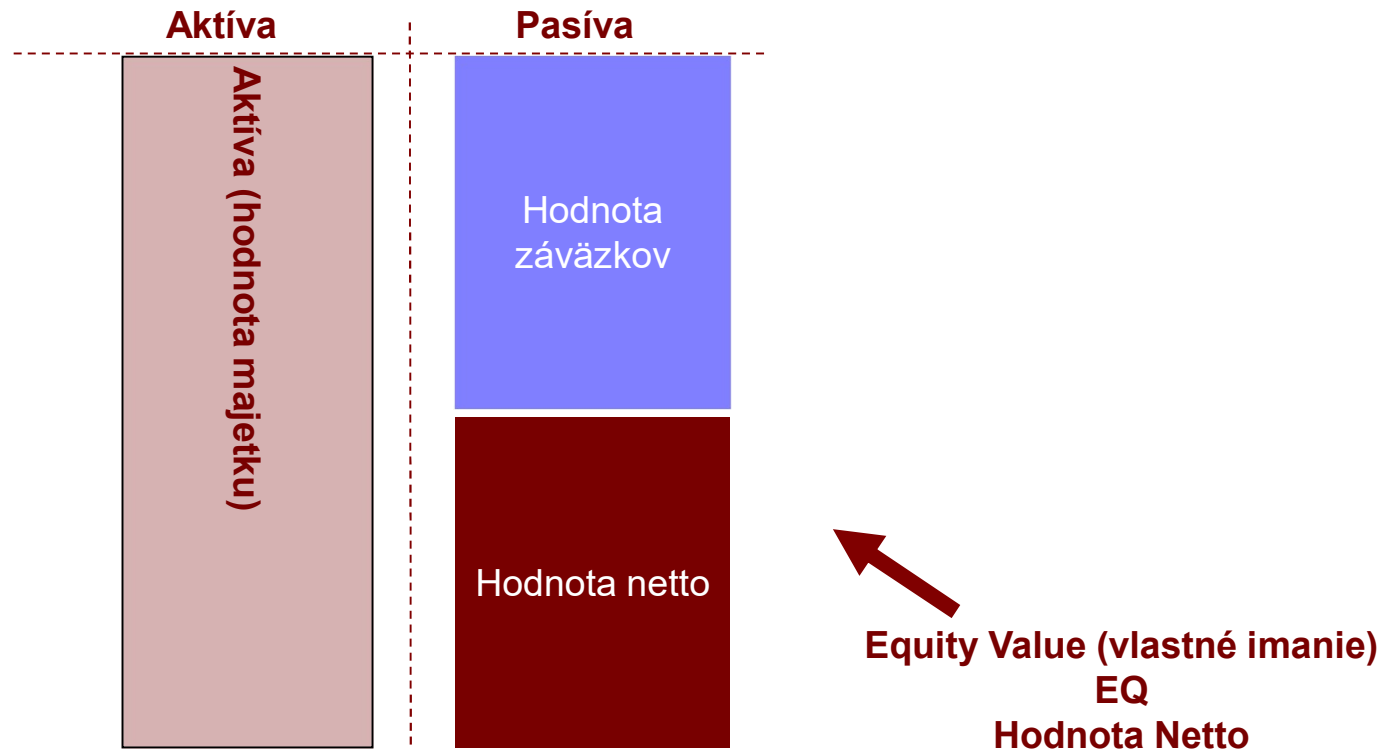
**Výnosové metódy** → vychádza z **budúcich výnosov podniku**  
**prevedených na súčasnú hodnotu**

**Metódy trhového porovnania** → vychádza z využitia poznatkov o  
iných podnikoch (burza, transakcie a pod.)

**Kombinované metódy** → kombinácia vyššie uvedených

# Majetkové metódy ohodnotenia

1. Metóda účtovnej hodnoty
2. Metóda substančnej hodnoty
3. Metóda likvidačnej hodnoty



# Metóda účtovnej hodnoty

---

- ✓ Vychádza zo súvahy podniku
- ✓ Hodnota = vlastné imanie
- ✓ T.j. Rozdiel aktív a pasív
- ✓ Kvalita ohodnotenia = kvalita účtovníctva - účtovného ohodnotenia majetku, záväzkov, príležitostí a hrozieb
- ✓ Iba ako východisko – orientačné posúdenie hodnoty / pomocná metóda (s výnimkou pre účely účtovníctva a daní)

Príklad: Stanovte účtovnú hodnotu spoločnosti US Steel, s.r.o., Košice na základe údajov k 31.12.2018

# Metóda substančnej hodnoty

---

- ✓ Replacement value - úprava aktuálnych účtovných hodnôt majetku tak, aby čo najviac zohľadňovala súčasnú hodnotu
- ✓ Koľko by reálne stálo „vybudovanie“ podobného podniku s podobným postavením a majetkom
- ✓ **Nezohľadňuje** goodwill / badwill – súhrnná hodnota nehmotných aktív, viažucich sa na fungujúci podnik
- ✓ **Statická metóda** – nezohľadňuje budúce výnosy / rast

# SubstanMajetkové metódy - príklad

Nákladová metóda  
Výnosová metóda  
Trhové porovnanie

Fyzická inventúra  
Likvidnosť  
Koeficient predajnosti  
/ využiteľnosti

Aktíva	účtovná	Subst.	Pasíva	účtovná	Subst
<i>Neobežný majetok</i>	23,60	34,15	<b>Vlastné imanie</b>	14,50	23,32
Pozemky	5,43	11,22	<i>Cudzí kapitál</i>	18,94	18,94
Budovy a stavby	9,52	14,28	Dlhodobé záväzky	7,44	7,44
Stroje a zariadenia	8,65	8,65	Krátkodobé záväzky	4,12	4,12
<i>Obežný majetok</i>	9,84	8,11	Bankové úvery dlhodobé	2,50	2,50
Zásoby	4,70	3,73	Bankové úvery krátkodobé	4,88	4,88
Pohľadávky	3,14	2,38			
Finančné účty	2,00	2,00			
<i>Spolu aktíva</i>	33,44	42,26	<i>Spolu pasíva</i>	33,44	33,44

Posúdenie  
neprevádzkového  
majetku

Potenciálne záväzky  
Ručenia  
Súdne spory  
Budúce zmluvné  
záväzky  
Pension Funds

# Metóda substančnej hodnoty

---

Príklad: Stanovte účtovnú hodnotu metódou substančnej hodnoty spoločnosti US Steel, s.r.o., Košice za predpokladu, že hodnota zásob je v dôsledku poklesu cien na komoditných trhoch ocele nižšia o 15% oproti deklarovanej účtovnej hodnote, a zároveň zostatková hodnota fixných aktív je o 10% vyššia v dôsledku predpokladanej dlhšej životnosti.



# Metóda likvidačnej hodnoty

---

- ✓ Princíp going concern nie je zachovaný
- ✓ Vplyv
  - ✓ Čas a príprava predaja – často tzv „fire sale“
  - ✓ Niektoré aktíva nelikvidné (špecializované využitie, špecifický trh a pod.)
  - ✓ Nižšia vyjednávacía sila
  - ✓ Náklady na predaj / likvidáciu
- ✓ Posúdenie rozhodnutia konkurz vs reštrukturalizácia
- ✓ Predstavuje vo väčšine prípadov minimálnu hodnotu

Príklad: Stanovte likvidačnú hodnotu spoločnosti Tatra Mountain Resorts, a.s.

# Metódy trhového porovnania

---

- ✓ Princíp – **trh je efektívny & rovnaké podniky by mali mať rovnakú hodnotu**
  - ✓ ... v rovnakom čase ...
  - ✓ Existujú vôbec rovnaké podniky?

## Metódy:

- 1. Ohodnotenie na základe trhovej kapitalizácie**
- 2. Ohodnotenie na základe porovnateľných podnikov**

# Metóda trhovej kapitalizácie

$H = \text{cena akcie} \cdot \text{počet vydaných akcií}$

= *trhová kapitalizácia (market capitalisation, MCAP, market cap....)*

trhová cena akcie

x počet emitovaných akcií

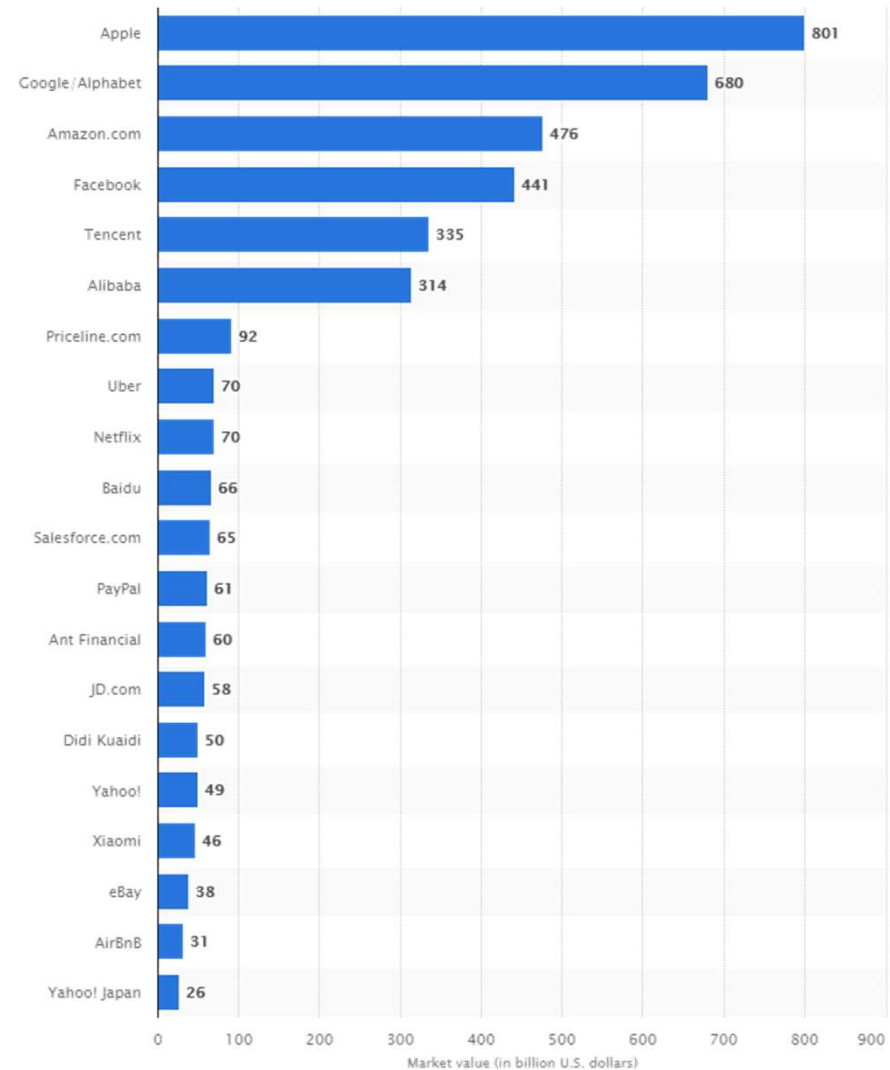
= **trhová kapitalizácia**

+ prirážka za kontrolný podiel

= **hodnota netto (equity value)**

+ hodnota záväzkov

= **hodnota brutto (enterprise value)**



# Ohodnotenie na základe porovnateľných poměrov

## a. Porovnateľné verejne obchodované spoločnosti / podniky

## b. Porovnateľné transakcie

- ✓ Využitie tzv „ratios“ / „multiples“ – „násobiteľov“ - pomerový ukazovateľ pre danú spoločnosť

Porovnanie a odvodenie hodnoty s vybraným parametrom spoločnosti

Company	P/E			EV/EBITDA		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
VOESTALPINE AG	10.9	10.5	9.4	6.0	6.0	5.6
BAOSHAN IRON & S	8.9	8.2	7.5	5.9	5.6	5.1
MAANSHAN IRON-H	5.5	5.5	6.3	4.9	4.9	5.4
OUTOKUMPU OYJ	12.5	8.9	7.7	6.4	5.5	5.1
THYSSENKRUPP AG	16.3	13.0	11.6	6.3	5.9	5.6
TATA STEEL LTD	9.1	7.9	7.6	6.3	5.7	5.6
KOBE STEEL LTD	8.2	8.0	8.9	5.5	5.7	5.2
NSSMC	10.9	9.4	8.9	8.0	7.5	7.0
ARCELORMITTAL	7.5	8.1	8.1	4.8	5.1	5.2
EVRAZ GROUP-GDR	6.9	10.2	10.1	4.9	6.3	6.3
SEVERSTAL	7.9	9.6	10.8	5.6	6.3	6.4
SSABB SWITZERLAND	9.9	9.2	8.9	6.0	5.9	6.1
POSCO	8.8	8.3	7.8	4.9	4.8	4.6
ACERINOX	14.0	12.9	11.9	7.6	7.1	6.8
CHINA STEEL CORP	20.8	19.7	19.9	9.7	9.3	9.2
CSNA Brazil	16.4	10.5	8.4	7.4	7.1	6.5
US STEEL CORP	7.0	6.4	8.6	4.5	4.4	4.8
AK STEEL HLDG	6.5	5.3	6.3	6.6	6.2	6.5
Peer Comp. Average	9.0	9.0	8.7	6.0	5.9	5.6
KARDEMIR	8.1	8.0	6.5	4.7	5.0	4.3
Disc./Premium	-10%	-12%	-26%	-22%	-16%	-23%

Source: Bloomberg and Is Investment Estimates

# Porovnateľné podniky !

---

- ✓ Odvetvie
- ✓ Produkty
- ✓ Použité technológie
- ✓ Štruktúra kapitálu
- ✓ Veľkosť – trhovú kapitalizácia / tržby ...
- ✓ Počet pracovníkov

## Príklad – **peer** analysis - banky

- ✓ Capital Adequacy
- ✓ Asset Quality
- ✓ Profitability
- ✓ Liquidity
- ✓ Loan mix & Deposit mix
- ✓ Interest rates – market
- ✓ Sensitivity to interest rate risk and market risk

# Multiples

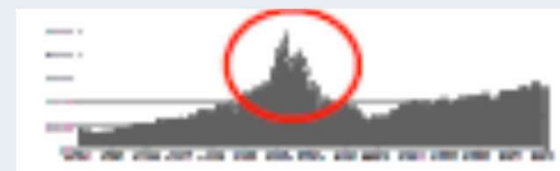
Multiple	
<b>P / E</b> <b>Price Earnings ratio</b>	Cena akcie / čistý zisk na akciu Najpoužívanější Pre spoločnosti s výnosmi / ziskami
<b>P/S</b> <b>Price to Sales</b>	Cena akcie / tržby na akciu Veľmi často používaný – teoreticky veľmi nepresný
<b>P/B (P/BV)</b> <b>Price to Book</b>	Cena akcie / vlastné imanie na akciu Odráža účtovnú hodnotu – veľmi dôležitý najmä vo finančnom sektore

# Multiples (cont.)

Multiple	
<b>EV / EBIT</b> <b>Enterprise value vs EBIT</b>	Hodnota brutto / EBIT spoločnosti Pozor na interpretáciu - equity vs enterprise value
<b>EV / EBITDA</b> <b>Enterprise value vs EBITDA</b>	Hodnota brutto / EBITDA Veľmi často používaný – teoreticky veľmi nepresný Najvyužívanejší parameter pri M&A
<b>EV / Sales</b> <b>Enterprise value vs tržby</b>	Hodnota brutto / tržby spoločnosti Teoreticky správnejšie ako P/S

# Multiples (cont.)

Multiple	
<b>EV / subscribers</b>	Hodnota brutto / počet zákazníkov Telekom / IT Stabilnejšie spoločnosti Stabilná ziskovosť na zákazníka
<b>P / Click rate</b>	Užitočné pre spoločnosti bez reálnych tržieb Pozor na volatilitu – nevhodné na dlhodobejšie ocenenie
<b>EV / autobus</b>	Napríklad ako „quick rule of thumb“ pre autobusových prepravcov





# Výnosové metódy – princíp

---

- ✓ Princíp going concern je zachovaný
- ✓ **Vnútroená hodnota spoločnosti** = všetky voľné peňažné prostriedky, ktoré je schopná spoločnosť vygenerovať v budúcnosti, „prevedené“ na **súčasnú hodnotu**

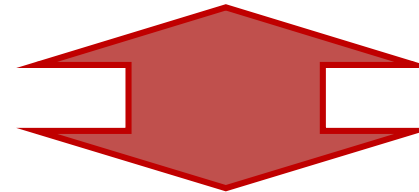
- $$\text{Súčasná Hodnota} = \frac{\text{Výnosy}}{\text{diskontný faktor}}$$

- ✓ **rôzne možnosti** DCF | CF pre firmu (free cash flow to firm, alebo operating cash flow) , CF pre akcionárov (t.j. dividendy)
- ✓ najpoužívanější a väčšinou hlavná metóda pri akvizíciách spoločností a vstupe investorov
- ✓ pomerne zložitá a sofistikovaná | vyžaduje podrobnú analýzu spoločnosti

# Paušálna metóda

- Budúce výnosy – cash flow
- Voľné peňažné toky po odrátaní výdavkov
- Zisk / dividenda na rozdelenie
- EVA – ekonomická pridaná hodnota

$$\text{Hodnota} = \frac{\text{Výnosy}}{(k - g)}$$



- k – diskontná sadzba
  - Náklady na vlastný kapitál
  - WACC – weighted average cost of capital
  - Požadovaný výnos
- g – predpokladaná miera rastu



# Discounted dividend model

- ✓ Rovnaký princíp ako FCFE
  - ✓ Dividendy ako výnos
  - ✓ Náklady vlastného kapitálu ako diskont

$$H_A = \frac{D_1}{N_{VK} - g}$$

- ✓ Gordonov rastový model
- ✓  $N_{VK}$  – náklady vlastného kapitálu / požadovaný dividendový výnos
- ✓  $g$  – očakávaná miera rastu dividend („nekonečná“)

$$H_A = \sum_{t=1}^m \frac{D_t}{(1 + N_{VK})^t} + \frac{H_{A,m}}{(1 + N_{VK})^m}$$

- ✓ Pri predpokladanom predaji v roku  $m$
- ✓ Hodnota =
  - + súčasná hodnota dividend za obdobie  $t=1 - m$
  - + súčasná hodnota predanej akcie v čase  $m$



# Domáca úloha

---

- V rámci jednotlivých tímov (3-4 členných), pripravte prosím na nasledujúci seminár ohodnotenie vybraných spoločností.
  
- Pri stanovení hodnoty spoločností použite aspoň nasledovné metódy ohodnotenia spoločností:
  - 1. Metóda účtovnej hodnoty**
  - 2. Výnosová metóda diskontovaného dividendového modelu**, pričom ako dividendu na výplatu použite hodnotu čistého zisku. Stanovte diskontný faktor a odôvodnite.
  - 3. Metóda porovnateľných spoločností**, pri použití nasledovných pomerových ukazovateľov:
    - PE – price earning ratio
    - P/S – price to sales
    - P/BV – price to book value

Pre stanovenie hodnoty príslušného násobku použite zdroje na stránke [www.Damodaran.com](http://www.Damodaran.com) – sekcia Data – Current

([http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)).

Nájdete tam xls súbory na stiahnutie s príslušnými hodnotami násobkov pre jednotlivé odvetvia. Používajte set údajov pre Europe. Uvedené zdroje sú aktualizované k januáru 2019. V prípade použitia iného zdroja, prosím prezentujte aj vzniknutý rozdiel a samotný zdroj.



# Domáca úloha (cont.)

---

## Výstup

- Každý tím si pripraví cca 10 min prezentáciu / vystúpenie (stačí jednoduchá prezentácia najdôležitejších výsledkov Exceli – prípadne aj PowerPoint) pre ostatných kolegov, v ktorej podajú nasledovné stručné informácie:
  1. Stručné predstavenie spoločnosti
  2. Základné informácie o súvahe a výsledovke na utvorenie predstavy o kapitálovej štruktúre a finančnej výkonnosti spoločnosti (stačia 2-4 kľúčové údaje k súvahe a k výsledovke)
  3. Výsledky jednotlivých metód a zobrazenie výpočtu + obhájenie postupu (použitých hodnôt)
  4. Návrh výslednej hodnoty v rozptyle max 40% od spodnej hodnoty (t.j. napr. 100-140 mil. EUR / nie 150-300 mil. EUR) a odôvodnenie rozhodnutia (t.j. ktorej metóde ste priradili najväčšiu váhu).
- *Základný výpočet prosím v Exceli tak, aby bolo možné priamo na seminári zmeniť kľúčové parametre a posúdiť ich vplyv na výslednú hodnotu.*



# Domáca úloha (cont.)

---

## Spoločnosti

1. ESET, spol. s r.o. Bratislava
2. PIXEL FEDERATION, s.r.o. , Bratislava
3. Asseco Central Europe, a.s., Bratislava
4. Tatry mountain resorts, a.s., Demänovská Dolina, Lipt. Mikuláš
5. Lidl Slovenská republika, v.o.s., Bratislava
6. EUROVEA, a.s., Bratislava



---

# Ďakujem za pozornosť

chodak@accuratio.sk

